

欧洲金融市场高波动常态化

——欧洲主权债务困局背后的结构性问题

相关研究

- **结论：**欧洲债务危机反映的是欧洲一体化制度上缺乏转移支付和汇率调节机制的结构性问题，而欧元区解体或走向更紧密联合这两种解决结构性问题的方式都难以在短期内发生。我们估计中性情境下流动性救助每年需要的资金大约相当于德国 GDP 的 4-5%，解决偿付能力所需资金大约相当于德国 GDP 的 25%。政治因素将阻碍欧债危机在 2012 大选年获得较为彻底的解决。金融市场的高波动成为常态。在解杠杆压力下欧洲经济可能持续低迷。
- 当前对 PIIGS 等国的流动性救助措施不能解决偿债能力的问题。
- 偿债问题的根源是欧洲一体化背后带来的结构性问题：欧洲一体化加剧了制造国、金融国、消费国的产业分化，而统一货币导致区域失衡的调节机制缺失。
- 在体制不发生改变的情况下，欧洲内部的结构失衡无法得到调整：德国经济过去受益于欧洲一体化的制度红利，如果现在的体制不变，这种导致结构性失衡的因素将不会改变。
- 欧元区解体存在法律、制度上的障碍，经济成本会巨大。另一方面如果要维持欧元区，我们估计德国所需的每年转移支付到周边经济体的资金大约为德国 GDP 的 4-5%。而解决偿付能力所需资金大约相当于德国 GDP 的 25%。
- 政治是主导未来欧洲债务危机发展的核心因素。欧洲金融市场面临持续的高波动期，经济可能衰退，欧元进入弱势期。

证券分析师

分析师

李蓉 A0230203100031

lirong@swsresearch.com

研究支持

陈康

chenkang@swsresearch.com

苏畅

suchang@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮

(8621)23297484

zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1. 对 PIIGS 国家的流动性救助不能解决偿债能力的问题	3
2. 偿债问题的根源是欧洲一体化的结构性问题	5
2.1 转移支付机制的缺失	5
2.1 汇率调节机制的缺失	6
3. 体制不变，失衡难调	7
3.1 德国是过去二十年欧洲一体化的受益者	7
3.2 制度不变的情况下，欧洲的经济结构失衡问题很难得到修正	10
4. 救助欧洲的成本估算	11
4.1 采取转移支付方式解决欧债问题的成本分析	11
4.2 一次性解决偿付能力问题的成本分析	12
5. 欧洲经济疲软与金融市场高波动成为常态	13
5.1 各种解决方案的结果分析	13
5.2 政治因素可能主导 2012 年	13
5.3 解杠杆压力下欧洲经济持续低迷	14

图表目录

图 1: PIIGS 国家的 CDS 越来越高	3
图 2: 希腊的经济状况恶化很严重	4
图 3: 希腊的债务削减情况远远不能达标	4
图 4: 统一的货币政策无法适应欧元区内每个国家的需求	5
图 5: 欧洲一体化导致欧洲产业的分化	6
图 6: 欧洲一体化后, PIIGS 国家的逆差占 GDP 比例逐渐扩大	6
图 7: 汇率调整机制缺乏导致 PIIGS 国家经济基本面调整缓慢	7
图 8: 2000 年以后, 德国经常项盈余对 GDP 贡献明显增长 ...	8
图 9: 德国、日本贸易结构相似	8
图 10: 德国、日本制造业劳动生产率相似	8
图 11: 过去二十年, 日本的劳动力价格和产品价格的竞争优势扩大	9
图 12: 贸易伙伴的差异是过去二十年德国比日本更受益于外贸的重要因素	9
图 13: 德国外贸受益于过去二十年欧洲一体化的制度红利 ..	10
图 14: 各国的减赤目标和三种情境下所需的救助资金规模 ..	11
图 14: 不同解决方案的结果分析	13

从09年末市场开始担忧欧洲主权债务问题以来，已经经历了近两年时间。在欧盟、欧央行、IMF均加入救助大军的情况下，欧债问题一方面愈演愈烈，另一方面似乎到现在人们也不清楚最终的解决方案会是何种形式。

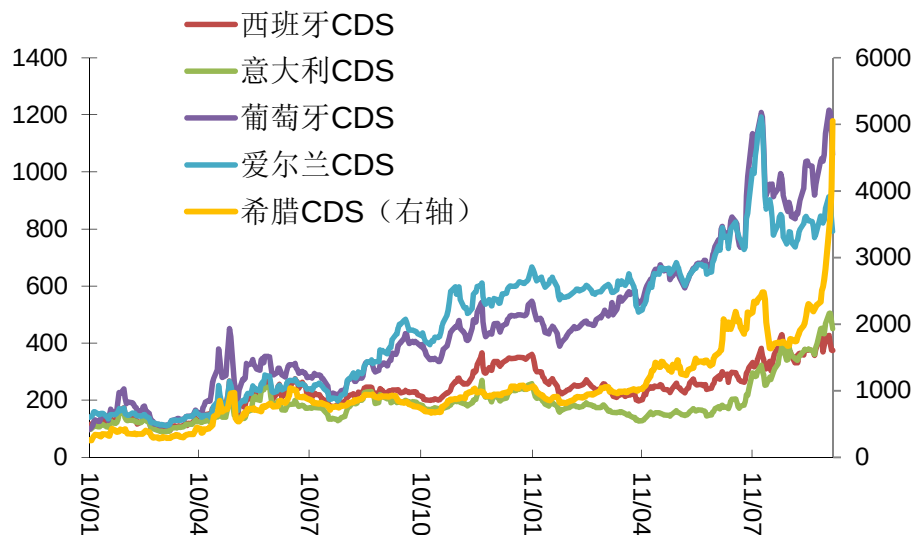
作为申银万国秋季宏观策略会专题报告之一，也作为申银万国欧债问题专题研究的第一篇，我们尝试给大家梳理欧债问题背后根源性的结构问题。

1. 对PIIGS国家的流动性救助不能解决偿债能力的问题

从09年末市场开始担忧希腊的债务问题以来，已经历经两年时间。第一轮针对希腊的救助达到1100亿欧元的规模，第二轮规模达到1090亿欧元的救助也正在各国议会里讨论。欧洲金融稳定工具（EFSF）总规模达到7500亿欧元，其第二轮改革基本尘埃落定，改革后的EFSF能够参与二级债券市场。

欧洲央行虽然极不情愿，但还是数次通过SMP工具买入PIIGS国家的债权。在这样大的投入下，债务问题还是越救越差，希腊的CDS水平超过了5000个基点，这意味着如果要为手中的面值1000万欧元的希腊债券买5年保险，需要支付超过500万欧元。希腊的CDS可能是过去一年里最有投资价值的东西，增值4倍。

图1：PIIGS国家的CDS越来越高



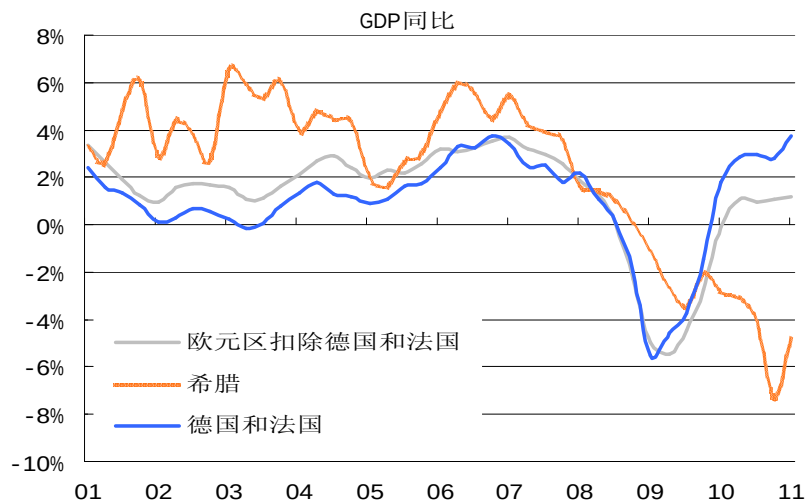
资料来源：Bloomberg，申万研究

希腊问题越救越差的主要原因在于对欧债问题的流动性救助解决不了偿债能力的问题。不论是ECB买债还是通过EFSF发债，又或是当前对希腊的援助方案，都是流动性解决方案，旨在使得PIIGS国家能够获得融资。它们都不能改变希腊或其它PIIGS国家还债能力弱的事实。而PIIGS国家为了获得流动性救助而采取的财政紧缩政策使得本来总需求就不足的经济体普

遍面临财政紧缩、总需求下降、财政收入进一步下降、偿债能力恶化的恶性循环。

从现在的状况来看，PIIGS 国家普遍遭遇了经济下滑、失业率上升的情况，希腊受到的创伤最大。从减赤目标的完成情况来看，希腊的完成情况最差。今年希腊 GDP 预计会下滑 5.5%，意味着希腊的债务相当于 GDP 的水平又增加了 5.5 个点，偿债能力进一步恶化。

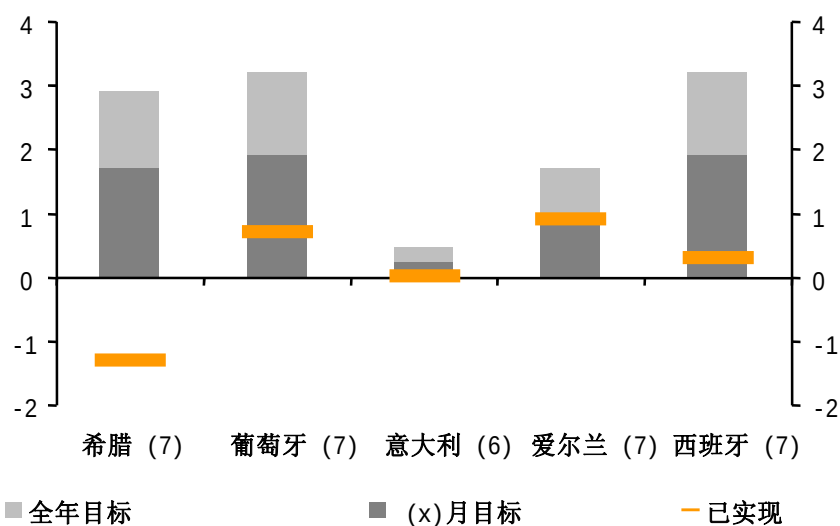
图 2：希腊的经济状况恶化很严重



资料来源：Bloomberg，申万研究

从目前 PIIGS 国家债务削减目标的完成情况来看，希腊是几个国家中完成进度落后最多的，这与希腊的经济状况及其接受救助的规模是一致的。

图 3：希腊的债务削减情况远远不能达标



资料来源：Commerzbank，申万研究

2. 偿债问题的根源是欧洲一体化的结构性问题

欧债危机背后反映的是欧洲一体化设计上的制度性问题，总的来看是缺乏了某种区域失衡的自动校正机制的结果。

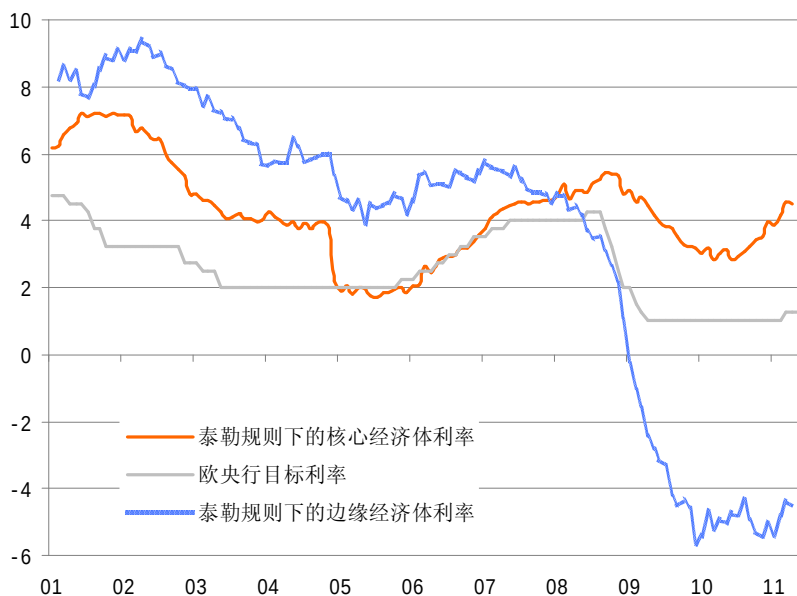
2.1 转移支付机制的缺失

第一个缺乏的区域失衡的校正机制是转移支付。欧元区采用统一的货币政策和分化的财政政策，而统一的货币政策无法适应欧元区内每一个国家的需求，必然造成在某段时期货币政策过紧或过松的现实。

从下图中可以看到，从01年到08年危机之前，欧央行的政策利率相对于欧元区经济体所适用的政策利率是整体偏松的，而相对于边缘经济体尤其如此。这导致以希腊为首的边缘经济体在08年危机前享受了宽松的货币政策和经济的高速增长。

情况在08年后反了过来。当前欧央行的政策利率对于欧洲核心经济体比较宽松，而相对于边缘经济体明显偏紧。偏紧的货币政策制约了欧洲边缘经济体的经济复苏，也不利于这些经济体当前的债务调整。

图4：统一的货币政策无法适应欧元区内每个国家的需求



资料来源：CEIC，申万研究

当其他国家遭遇区域经济发展水平不一，统一的货币政策无法适应每个区域经济发展水平的问题时，转移支付通常是解决问题的一种方式。中国也有类似的问题，但中国通过中央财政资金的调度使得经济实力较强的区域可以补贴经济实力较弱的区域。欧洲却没有这种转移支付机制。马斯特里赫特条约仅仅约束各成员国的赤字水平不能超过3%，而该约束条款也没有发挥效用。

2.2 汇率调节机制的缺失

第二个缺失的区域失衡的校正机制是汇率。

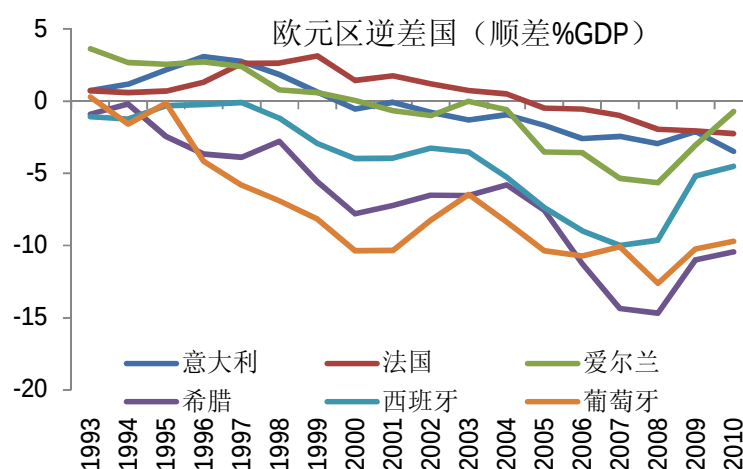
一体化加剧了欧洲产业的分化和经济失衡。欧洲一体化最大的作用是消除或降低了成员国之间的贸易壁垒,使得各国产业上的比较优势在欧洲内部贸易中得以充分体现和发展。所以,欧洲一体化以来,欧洲形成了鲜明的以德国为首的制造业国家阵营、以英国为首的金融国阵营和以希腊为代表的消费国阵营。消费国,或者说这种财政、经常账户双赤字国家的产生主要是由于产业竞争力缺失的原因,所以虽然希腊等国在 08 年以前确实享受了一段时间的高增长,但主要体现为服务业的增长,这些国家贸易逆差占 GDP 比例的提升意味着越来越大比例的对货物的需求被转移到国外。

图 5: 欧洲一体化导致欧洲产业的分化

主导产业	德国	法国	英国
1	制造业	商业服务	金融房产
2	批发零售	金融房产	商业服务
3	教育社保	教育社保	教育社保
4	金融房产	批发零售	批发零售
5	交运仓储	制造业	娱乐餐饮
6	娱乐餐饮	娱乐餐饮	交运仓储

资料来源: CEIC, 申万研究

图 6: 欧洲一体化后, PIIGS 国家的逆差占 GDP 比例逐渐扩大



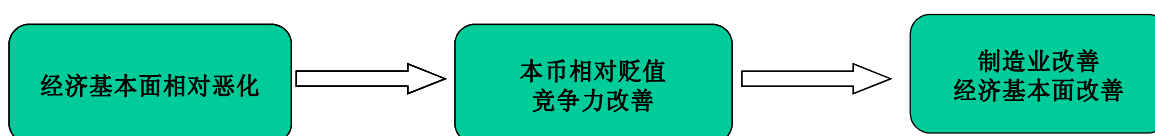
资料来源: CEIC, 申万研究

产业分化比较严重的后果之一是消费型国家竞争力的缺失。德国为首的制造业国家有比较强的制造业竞争力。英国为首的金融国有较强的金融业竞争力。这两类国家在某些产业上有自己突出的比较优势。而消费类国家的制造业和金融业都缺乏比较优势，所以对可贸易品（包括货物和服务）需求中越来越大的比例流向了国外，导致其本国财富的外流和债务的聚集。这些国家的问题在其经济遭遇衰退时被凸显出来。

通常情况下，一个正常的经济体经济基本面恶化后，可以通过本币贬值改善其相对国际竞争力，而 PIIGS 国家明显缺乏这种能力，导致经济调整缓慢。

图 7：汇率调整机制缺乏导致 PIIGS 国家经济基本面调整缓慢

正常情况：



当前状况：



资料来源：申万研究

所以一体化制度性缺陷导致经济结构问题，经济结构的问题又是偿债能力问题的根源。欧元区设立的初衷可能是促进产业分工，充分最大化效率，但过去十年的一体化进程使得欧洲出现了剧烈的分化和内部的失衡。而这种产业分化与经济内部失衡由于欧洲内部转移支付机制、和汇率调整机制的缺失而无法得到有效调整。

3. 体制不变，失衡难调

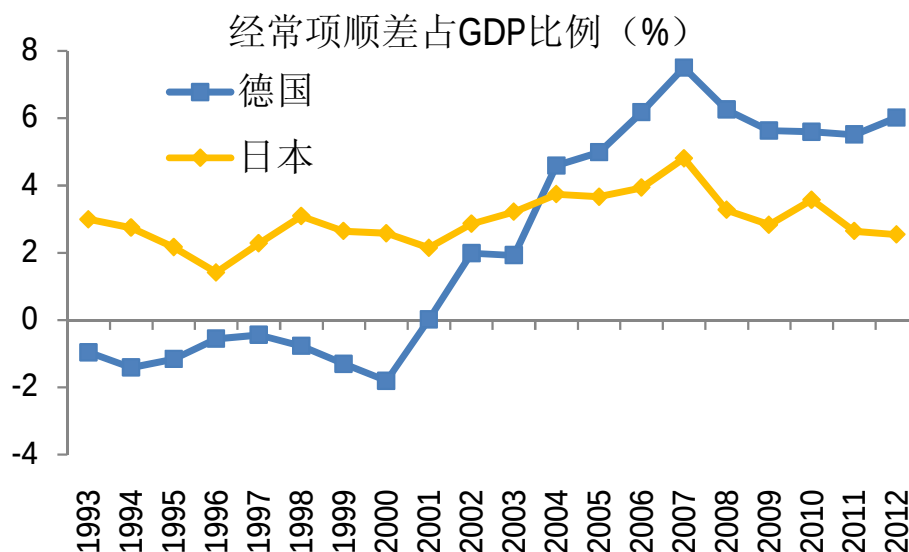
如果当前欧洲一体化制度上的缺陷得不到调整，那么欧洲内部的产业分化、经济失衡问题难以得到调整。

3.1 德国是过去二十年欧洲一体化的受益者

德国和日本均为二次世界大战后开始重建，经济结构相似，均为制造业大国和出口大国，制造业里面均以机械、核心机械设备为支柱产品。但近十

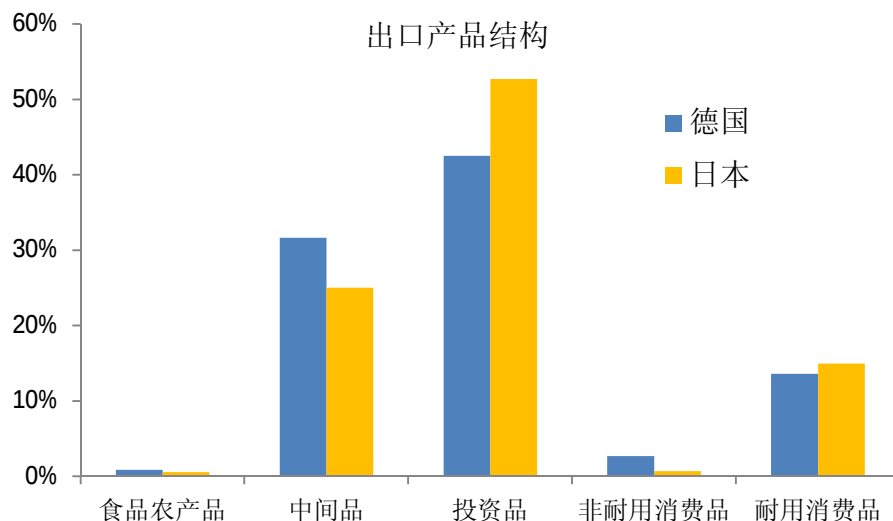
年来看，外贸对德国经济的拉动明显强于日本。数据比较显示进入 90 年代以后，特别是欧洲进入一体化进程以后，德国经常项目的盈余对 GDP 的贡献明显增长，同期的日本则基本停滞。

图 8：2000 年以后，德国经常项盈余对 GDP 贡献明显增长



资料来源：CEIC，申万研究

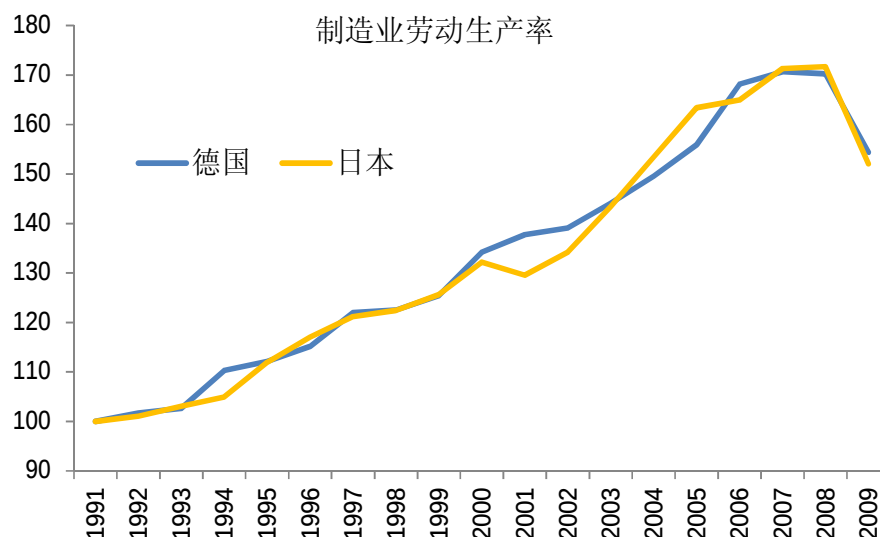
图 9：德国、日本贸易结构相似



资料来源：CEIC，申万研究

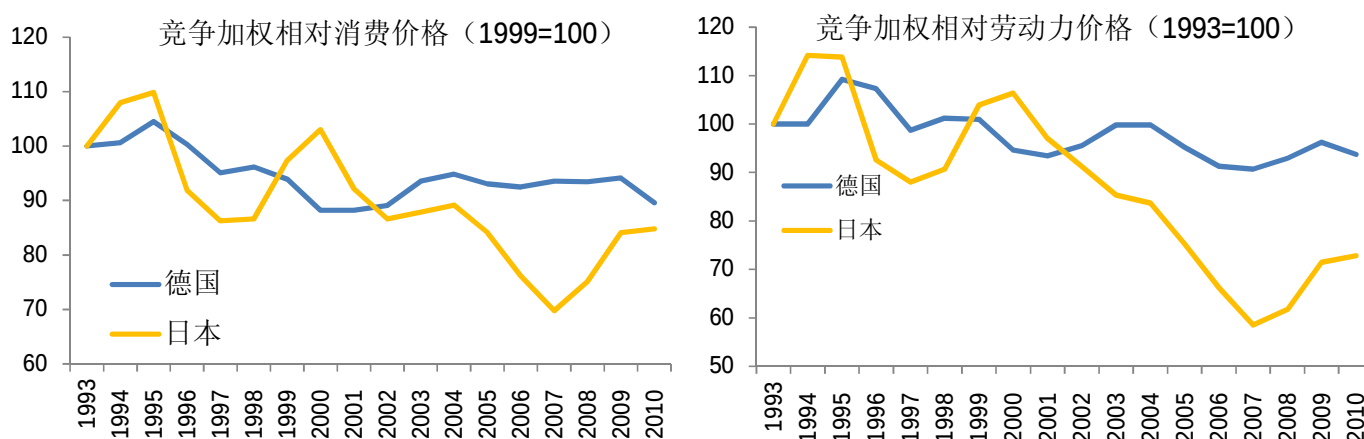
同时我们注意到日本、德国的制造业竞争力相类似，无论是比较制造业劳动生产率、还是比较劳动力价格的增速和通胀水平，还是比较汇率水平，日本的制造业竞争力都不输给德国。

图 10：德国、日本制造业劳动生产率相似



资料来源：CEIC，申万研究

图 11：过去二十年，日本的劳动力价格和产品价格的竞争优势扩大

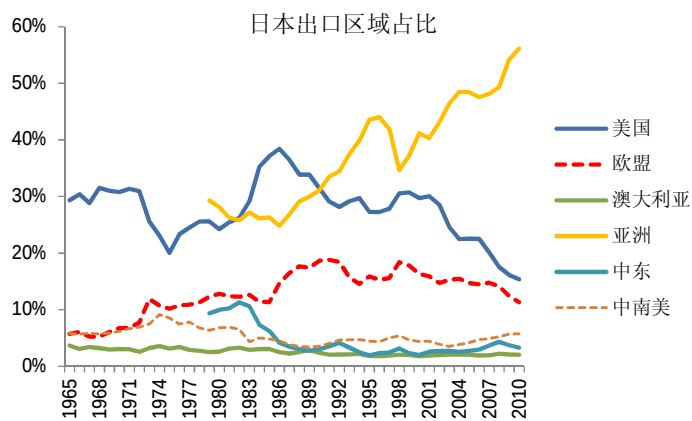


资料来源：CEIC，申万研究

能够解释德国贸易快速扩张的一个因素是日本和德国的贸易伙伴的差别。德国的贸易伙伴重点在欧洲，60%以上的德国出口目的地是欧洲。而 60% 日本出口的目的地是亚洲。

在中国、韩国、印度等新兴国家的出口份额迅速增长，主要发达国家的出口份额在过去十年都有所萎缩的情况下，凭借着欧洲一体化的制度红利，德国维持了在全球贸易中的份额。此外，欧洲贡献了德国贸易顺差中的绝大部分。尤其是德国对 PIIGS 国家的顺差占了德国对欧元区贸易顺差的一半。

图 12：贸易伙伴的差异是过去二十年德国比日本更受益于外贸的重要因素



资料来源：CEIC，申万研究

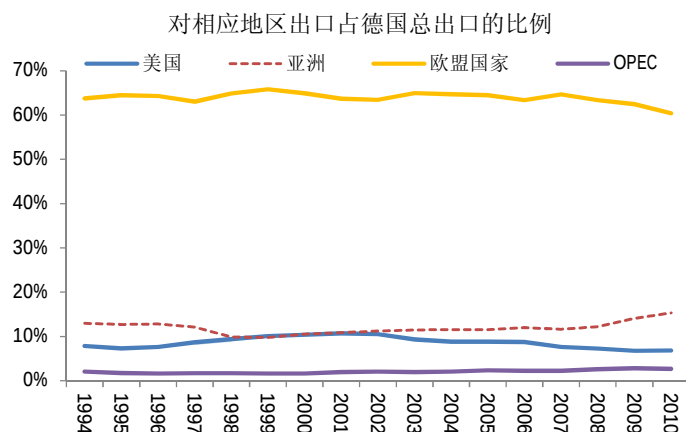
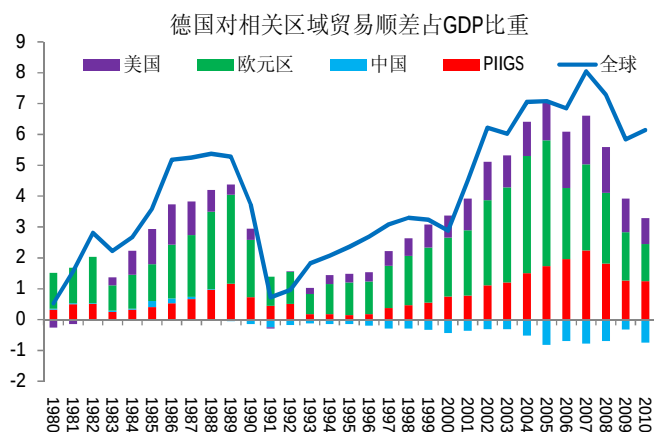
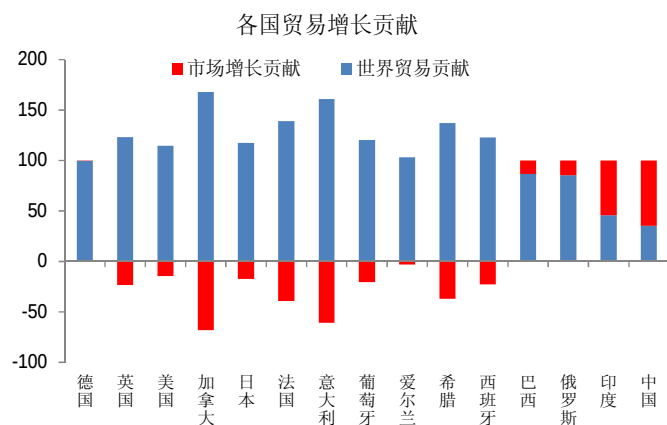


图 13：德国外贸受益于过去二十年欧洲一体化的制度红利



资料来源：CEIC，申万研究

3.2 制度不变的情况下，欧洲的经济结构失衡问题很难得到修正

可以说一体化巩固了德国制造业在欧洲的优势和地位，也加剧了欧洲的分化和内部失衡。虽然欧洲金融危机使得消费国已经很难为他们的双赤字融资，过去的增长模式受到挑战，但在现有制度不发生改变的情况下，难以指望德国在欧洲的制造业优势弱化。9月初，申银万国总经理陈总带队的申万德国调研深刻感受到了德国人不停改善产品和生产水平的CIP精神。这种精神可能是PIIGS国家所不具备的。所以除非PIIGS国家违背一体化的精神制造贸易壁垒，欧洲边缘国家与核心国家比较优势的差异可能不是朝夕间可以改变的。

4. 救助欧洲的成本估算

解决欧洲经济失衡的结构性问题，要么是欧元区解体，各国用各自的货币，调整这种经济失衡的状态。要么就是欧洲实现更彻底的一体化，更紧密的联合，产生某种转移支付机制，通过富国向穷国的转移支付来避免富国、穷国的差距过大。

两种方案都很困难。首先欧元区解体的成本对所有成员国都非常巨大。欧元区在设立之初并没有设计退出机制，本身就为成员的退出设置了很高的门槛和成本。我们认为这基本是一个不太可能的选项。

目前对欧债危机的救助主要是在现有制度框架下解决 PIIGS 国家、欧洲银行体系的流动性和偿付能力问题。流动性救助需要较长期、持续的转移支付或资金支持；而彻底解决偿付能力问题需要一次性大额度资金支持或债权人资产减记。

4.1 采取转移支付方式解决欧债问题的成本分析

根据各国的减赤目标，PIIGS 国家要在 2013 年将财政赤字削减到 3% 左右。各国一方面要满足财政赤字的资金需求，另一方面要还需要应付债务本金滚动带来的资金需求。相比于后者，前者在总资金需求中的占比相对较小。

我们假设每年各国债务本金的滚动占 GDP 的比重为 20%。而对各国的融资需求有如下三种情境：

乐观估计：需要支持希腊融资 50%，其他国家无须支持；

中性估计：需要支持希腊融资 80%，其他国家 10%；

悲观估计：需要支持希腊融资 100%，其他国家 20%。

倘若各国的减赤进度基本符合他们的既定目标，那么三年里在三种情境下 PIIGS 国家所需的救助资金规模如下表：

图 14：各国的减赤目标和三种情境下所需的救助资金规模

各国的减赤目标

赤字（%GDP）	爱尔兰	希腊	西班牙	意大利	葡萄牙
2010年	-32.4	-10.5	-9.2	-4.6	-9.1
2011年预测	-9.4	-7.6	-6.2	-2.5	-4.6
2012年预测	-8.8	-5.4	-5.2	-1.1	-3.5
2013年预测	-5	-3	-3	0	-3

三种情境下所需的救助资金规模

	总量	悲观估计	总量	中性估计	总量	乐观估计
		占德国GDP比重		占德国GDP比重		占德国GDP比重
2011年	2014	7.8%	1192	4.6%	307	1.2%
2012年	1942	7.3%	1143	4.3%	287	1.1%
2013年	1856	6.8%	1087	4.0%	264	1.0%

资料来源：Bloomberg，申万研究

相比于本金的滚动，赤字的变化对救助资金的影响较小，所以我们看到不同的年份所需的救助资金规模差异不大。在中性情况下，每年所需的救助资金规模在 1100 亿左右，大约相当于德国 GDP 的 4%。

值得注意的是，债务危机深化的程度对于融资需求的影响包括融资成本和融资比例两方面。危机深化将导致融资成本和融资比例的双双上升，而投资者担忧的缓解有助于减少融资成本和融资比例。由于我们的估算假设仅仅涉及融资比例，所以我们可能低估了悲观情境，而高估了乐观情境。

从 2010 年 5 月到 2011 年 10 月 10 日，拨付给希腊、葡萄牙、爱尔兰的资金总额大约 1400 亿欧元，与中性情形基本吻合。

除了通过救助资金的方式解决 PIIGS 国家的流动性问题之外，欧央行从市场中购买债券也是一种方式，相比于前者依赖于欧盟或欧元区成员国的财政资金，欧央行购买债券完全可以采取“印钱”的方式。虽然“印钱”可能产生欧央行公信力受损和通胀的问题，但是不依赖于成员国的财政状况和主权评级，是成本相对较小的一种救助方式。

4.2 一次性解决偿付能力问题的成本分析

要解决偿付能力问题，需要削减 PIIGS 国家实际债务到可以持续的水平。如果将 PIIGS 国家的债务水平一次性削减到 07 年的水平，需要削减的债务总额大约为 7000 亿欧元，相当于德国 GDP 的 25%，3 个半希腊的 GDP、半个意大利的 GDP。

一次性削减债务有两种方式。一种是直接向债务国注入大规模资金，用以回购国债；另一种是债权人主动减记其所持有的债券价值。当前对希腊的第二轮救助计划包含了以上两种方式，既包括私营部门投资者通过债券交换承担一部分债券价值减记的损失，也包括国债的回购。

由于涉及的资金量大，两种方式必须结合使用。在各国的财政能力制约直接注入资金规模的情况下，有效的债务削减意味着私营部门必须能够承担相当大规模的资产减记。这也意味着欧洲国家的银行，尤其是法国、德国的银行，作为 PIIGS 国家债券的主要持有者，必须获得充足的资本注入，才能承受此种解决方式带来的冲击。

另一个值得注意的问题是：即使通过削减债务水平解决了偿付能力问题，如果欧元区不进行有效的制度调整，经济失衡的结构性问题依然存在，未来可能还会爆发类似的危机。

5. 欧洲经济疲软与金融市场高波动成为常态

主权债务危机反映的是欧洲一体化制度的缺陷，也意味着欧洲过去 20 年经济增长模式的不可持续。欧洲经济将陷入解杠杆的泥潭，并在未来两三年持续呈现疲软的态势。

欧元区各成员国利益的不一致将制约欧债危机救助计划的及时性和有效性。金融市场的高波动会成为常态。

5.1 各种解决方案的结果分析

各种不同的解决方式对经济以及金融市场将有不同的影响。具体情况如下表：

图 15：不同解决方案的结果分析

欧元区	方式	PIIGS国家	德国	欧元	经济失衡
维持	欧央行数量放松	财政紧缩，经济低迷	经济受负面影响较小，有通胀风险	贬值	若无制度调整则难以改善
维持	转移支付（欧元债、EFSF）	财政紧缩，经济低迷	赤字上升、经济增长放缓	贬值，但幅度不大	若无制度调整则难以改善
维持	一次性削减债务水平（有序违约）	财政紧缩，经济低迷	短期经济受较大影响，后期逐步恢复	短期贬值，后期可能逐渐恢复	若无制度调整则难以改善
维持	PIIGS通过变卖资产还债（规模存在不确定性）	财政紧缩，经济低迷	外需减弱，整体经济负面影响较小	贬值，但幅度不大	若无制度调整则难以改善
分裂	PIIGS国家退出	经济崩溃	严重受创	大幅贬值	/
分裂	分成盈余国、赤字国两个团体	经济崩溃	严重受创	/	/
分裂	彻底分裂，各用各钱	经济崩溃	严重受创	/	/

资料来源：申万研究

通过之前的分析可以看到，通过转移支付或有序违约的方式解决流动性与偿债能力问题都会给欧元区带来明显的财政负担，在 PIIGS 国家经济低迷的同时给德国等核心经济体带来负面影响。PIIGS 国家通过变卖国有资产有助于降低核心经济体的财政，但规模有限。

欧央行购买 PIIGS 国家的主权债务是成本相对较小的方式，但是倘若欧央行始终对冲由此释放的流动性，挤出效应会推高核心经济体的融资成本。若不对冲，由此产生的流动性可能和美联储的数量宽松相互呼应，推高商品价格，并给核心经济体带来通胀压力。

欧元区的分裂会导致 PIIGS 国家的经济崩溃，全球经济都将严重受创。这是可能性最小的一种选择。

5.2 政治因素可能主导 2012 年

欧债危机最终以何种形式、在什么时点得到解决很大程度上取决于政治家的决断。而政治可能成为 2012 年一个重要的制约因素。

08 年次贷危机的迅速平息一定程度上受益于主要经济体新政府上台后大刀阔斧的政策力度。目前，4 年或 5 年的政治周期接近尾声，法国将于明年举行总统选举，德国大选在 2013 年。就业增长缓慢、经济低迷的问题在选举压力下会被放大。“占领华尔街”运动从美洲大陆向四处蔓延已经体现出民众中的左派思潮。对以华尔街为代表的金融机构的厌恶情绪和对收入分配不合理的不满情绪将阻碍当前救助资金规模的进一步扩大。欧债问题可能得以“斩草”，但难以“除根”。真正彻底的解决方案可能还需等到 2013 年德国大选之后。金融市场当前的高波动状态会延续。

5.3 解杠杆压力下欧洲经济持续低迷

无论是拖延还是大幅削减债务规模，当前巨额的主权债务规模都将以某种形式成为经济中某个部门或多个部门的负担。这种负担可以以主权债务的形式压制公共部门的支出，也可能以银行体系资产负债表受损的形式制约银行为实体经济的输血功能，更重要的是，过去 20 年欧洲经济的增长模式将被反思且难以持续。这意味着欧洲经济在未来两三年可能持续低迷，欧元的表现也会较为疲软。

信息披露

证券分析师承诺

李蓉:经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司

<http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。